

快手-W (01024.HK)

海外首次实现单季度盈利，可灵商业化持续高速推进

事件：公司发布 2025 年一季报，实现收入 326.1 亿元，同比增长 10.9%，调整后净利润 45.8 亿元，同比增长 24.4%。整体符合前期彭博一致预期。

- 用户端持续健康增长，粘性数据保持健康状态。25Q1 DAU 为 4.08 亿，同比增长 3.6%，MAU 为 7.12 亿，同比增长 2.1%。DAU/MAU 为 57.3%，同比增长 0.8pct。使用时长为 133.8 分钟，环比提升 6.8 分钟，同比提升 4.3 分钟。公司通过精细化的用户增长策略降低新增用户的平均获客成本，并通过内容供给、流量分配机制的优化降低新增用户的留存率。
- 商业化维度，各项业务均略好于前期彭博一致预期。25Q1 总收入为 326.1 亿元，同比增长 10.9%。分业务来看：1) 线上营销服务收入为 179.8 亿元，同比增长 8.0%。公司基于 AI 技术对线上营销服务解决方案进行全流程赋能，将大语言模型的内容理解和推理能力应用于营销内容的推荐，提升营销素材转化效率。智能投放产品全自动解决方案的总营销消耗占外循环总消耗的比例提升至 60%。内循环方面，商家使用全站推广智能体 4.0 总消耗占内循环消耗比例为 40%。2) 其他业务收入为 48.2 亿元，同比增长 15.2%。GMV 为 3323.5 亿元，同比增长 15.4%，对应货币化率为 1.5%。供给侧，新入驻商家同比增长 30%，泛货架电商 GMV 占比提升至 30%。需求端，电商月活跃买家为 1.35 亿。3) 直播收入为 98.1 亿元，同比增长 14.4%。公司不断优化合作工会，持续丰富多元优质内容。签约公会机构数量同比增长超 25%，签约主播数同比增长超 40%。此外，快聘、理想家等新业态新业务持续高速增长。快聘日均投递简历用户数同比增长超 110.0%，理想家日均线索规模同比增长超 150.0%。
- 海外单季度首次扭亏，利润率持续健康增长。25Q1 毛利为 177.92 亿元，同比增长 10.4%，毛利率为 55.8%，毛利率同比增长 1.7pct。25Q1 运营费用为 140.23 亿元，同比增长 10.5%，运营费用率为 43%，同比下降 0.1pct。销售及营销开支为 98.97 亿元，同比增长 5.5%，销售费用率为 30.4%，同比下降 1.6pct。行政开支为 8.28 亿元，同比增长 79.2%，管理费用率为 2.5%，同比增长 1pct。研发开支为 32.98 亿元，同比增长 16%，研发费用率为 10.1%，同比增长 0.4pct。25Q1 调整后归母净利润为 45.8 亿元，同比增长 4.4%，环比下降 2.6%。调整后净利率为 14%，同比下降 0.9pct。25Q1 国内经营利润为 43.45 亿元，同比增长 8.9%，国内经营利润率为 13.9%。25Q1 海外经营利润为 0.28 亿元，同比增长 110.4%，海外经营利润率为 2.1%。
- 可灵 AI 技术领先，季度商业化收入突破 1.5 亿元。公司于 2025 年 4 月发布可灵 AI2.0 版本。在视频及图像可控生成与编辑能力再升级，提出多模态视觉语言理念，并推出多模态编辑功能。25Q1 可灵 AI 收入达 1.5 亿元，P 端付费用户高速增长，企业客户数量超过 1 万家。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们维持原盈利预测不变，预计 25-26 年经调整净利润分别为 200.15/225.61 亿元，对应经调整 PE 分别为 10.2x/9.0x。
- 风险提示：业务增长不及预期、宏观波动风险、费用高企风险、用户流失风险、监管及舆情风险等。

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

当前股价：48.75 港元

基础数据

总股本（百万股）	4291
香港股（百万股）	3561
总市值（十亿港元）	209.2
香港股市值（十亿港元）	173.6
每股净资产（港元）	15.3
ROE（TTM）	23.4
资产负债率	53.8%
主要股东	Vistra Trust
主要股东持股比例	17.2449%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	4	-14
相对表现	-10	-15	-38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《快手-W (01024) —可灵 AI 收入突破 1 亿元，泛货架 GMV 占比达 30%》2025-03-31
- 2、《快手-W (01024) —业绩符合预期，用户端持续健康增长》2024-11-26
- 3、《快手-W (01024) —盈利释放符合预期，AI 工具赋能增长》2024-08-23

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

徐帅 S1090523070014

✉ xushuai2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	113470	126898	141536	152045	160661
同比增长	20%	12%	12%	7%	6%
营业利润(百万元)	6431	15287	19240	23086	26060
同比增长	-151%	138%	26%	20%	13%
归母净利润(百万元)	6396	15335	17327	19903	21926
同比增长	-147%	140%	13%	15%	10%
经调整净利(百万元)	10271	17716	20015	22561	24583
同比增长	扭亏	72.5%	13.0%	12.7%	9.0%
经调整 PE	19.8	11.5	10.2	9.0	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	60361	62869	93158	120349	146775
现金及现金等价物	12905	12697	41674	67925	93579
交易性金融资产	26078	27283	27283	27283	27283
其他短期投资	9874	11522	11522	11522	11522
应收账款及票据	6457	6674	7444	7997	8450
其它应收款	4919	4646	5182	5567	5882
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	128	47	52	56	60
非流动资产	45935	77004	69346	65718	64000
长期投资	15507	44514	44514	44514	44514
固定资产	12329	14804	7146	3518	1800
无形资产	11499	9977	9977	9977	9977
其他	6600	7709	7709	7709	7709
资产总计	106296	139873	162503	186067	210776
流动负债	48778	59828	65131	68792	71576
应付账款	23601	27470	29941	31647	32943
应交税金	1222	873	873	873	873
短期借款	0	0	0	0	1
其他	23955	31485	34317	36272	37758
长期负债	8444	18021	18021	18021	18021
长期借款	0	11100	11100	11100	11100
其他	8444	6921	6921	6921	6921
负债合计	57222	77849	83152	86813	89597
股本	0	0	0	0	0
储备	39830	49063	62004	79331	99234
少数股东权益	11	20	20	20	20
归属于母公司所有者权益	49063	62004	79331	99234	121159
负债及权益合计	106296	139873	162503	186067	210776

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	20781	29787	28827	26232	25628
净利润	6396	15335	17327	19903	21926
折旧与摊销	7202	7140	7791	3761	1851
营运资本变动	4859	7510	3992	2720	2010
其他非现金调整	2324	(198)	(283)	(152)	(161)
投资活动现金流	(19865)	(36677)	(133)	(133)	(134)
资本性支出	(4897)	(8063)	(150)	(150)	(151)
出售资产和现金	10	17	17	17	17
投资增减	132874	212133	0	0	0
其它	312	772	0	0	0
筹资活动现金流	(1364)	6714	283	152	161
债务增减	4073	22589	0	0	1
股本增减	(1081)	(4855)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	1
其它筹资	(4356)	(11020)	283	152	161
其它调整	0	0	0	0	(2)
现金净增加额	(369)	(208)	28977	26251	25654

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	113470	126898	141536	152045	160661
主营收入	113470	126898	141536	152045	160660
营业成本	56079	57606	62788	66365	69084
毛利	57391	69292	78748	85680	91576
营业支出	50960	54005	59508	62594	65517
营业利润	6431	15287	19240	23086	26060
利息支出	(539)	(236)	(283)	(152)	(161)
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	(81)	(29)	0	0	0
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	6889	15494	19523	23238	26221
所得税	490	150	2187	3326	4285
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属普通股股东净利润	6396	15335	17327	19903	21926
EPS(元)	1.48	3.56	4.02	4.62	5.09
经调整净利润	10271	17716	20015	22561	24583

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	20%	12%	12%	7%	6%
营业利润	扭亏	138%	26%	20%	13%
净利润	扭亏	140%	13%	15%	10%
获利能力					
毛利率	50.6%	54.6%	55.6%	56.4%	57.0%
净利率	5.6%	12.1%	12.2%	13.1%	13.6%
ROE	13.0%	24.7%	21.8%	20.1%	18.1%
ROIC	12.0%	20.7%	21.1%	20.7%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	53.8%	55.7%	51.2%	46.7%	42.5%
净负债比率	0.0%	7.9%	6.8%	6.0%	5.3%
流动比率	1.2	1.1	1.4	1.7	2.1
速动比率	1.2	1.1	1.4	1.7	2.1
营运能力					
资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
应收帐款周转率	10.4	11.2	11.8	11.6	11.5
应付帐款周转率	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1
每股资料(元)					
每股收益	1.48	3.56	4.02	4.62	5.09
每股经营现金	4.82	6.92	6.70	6.09	5.95
每股净资产	11.37	14.40	18.43	23.05	28.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	5.09
估值比率					
PE	34.8	14.5	12.8	11.2	10.1
PB	4.5	3.6	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	19.7	11.9	9.9	9.9	9.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。